

## Evidência Empírica da Relação entre Valoração das Marcas e Variação no Valor das Empresas

**Autoria:** Alan Nader Ackel Ghani, Roy Martelanc, Carlos Eduardo de Mori Luporini

### RESUMO

Este artigo procura contribuir à literatura de avaliação financeira de marcas, por intermédio de análises qualitativa e quantitativa. Primeiramente, apresenta-se a análise qualitativa sobre os principais métodos de avaliação de marcas encontrados na literatura e nas consultorias especializadas (Brand Finance e InterBrand). Em seguida, é realizado um estudo de evento inédito, no qual se analisou o impacto de divulgação do *ranking* Brand Finance de valor das marcas no Brasil sobre o preço das ações das empresas de capital aberto contidas nesse ranking. O estudo de evento mostrou que as ações dessas empresas apresentaram, em média, retorno anormal durante o período de divulgação do ranking de marcas. Para confirmar se o retorno anormal foi impulsionado pela variação inesperada da marca, regrediu-se o retorno anormal de cada empresa contra a variação inesperada da marca por análise econométrica de painel: POLS (*Pooled OLS*) e FGLS (*Feasible Generalized Least Squares*). De acordo com os resultados econométricos, a variação inesperada da marca não explicou o retorno anormal das ações. Tal evidência mostra que a divulgação do ranking de marcas não afeta o preço das ações, sugerindo que o investidor não leva em conta o ranking de marcas para a tomada de decisão na compra e venda de ações. Infere-se que essa falta de aderência pode estar ligada à fragilidade dos modelos de precificação de marcas. Os principais modelos de precificação de marcas são: Fluxo de caixa descontado, Avaliação por custo histórico e Avaliação por múltiplos. Por intermédio de análise qualitativa identificam-se as principais falhas metodológicas encontradas nesses modelos. Entre os principais problemas estão: falta de clareza na extrapolação da força da marca para seu valor, isolamento do fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa dos demais ativos e cálculo da taxa de desconto exclusiva da marca. Os modelos utilizados pelas consultorias embora encontrem suporte na teoria, ao seguir a lógica do fluxo de caixa descontado, apresentam os mesmos problemas apontados pela literatura. Adicionalmente, os modelos das consultorias não são claros na transformação da força de uma marca (pesquisa qualitativa e quantitativa elaborada pela consultoria) em valor financeiro correspondente. Este artigo procurou contribuir sobre a questão frente à discussão sobre a possibilidade de inclusão da marca no balanço das empresas frente às modificações trazidas pela lei 11638/07.

### 1. INTRODUÇÃO

O valor de uma empresa está diretamente relacionado com a capacidade de geração de caixa dos seus ativos ao longo do tempo associado ao nível de risco do negócio.

Embora possa parecer simples, avaliar uma companhia é tarefa que exige muita técnica, arte e conhecimento. Em grande parte, a dificuldade de encontrar um valor relaciona-se à própria incerteza quanto ao futuro. Esta incerteza traduz-se na interferência de variáveis exógenas, por exemplo, elementos macroeconômicos, que fogem do controle das empresas.

Outra dificuldade associada ao processo de avaliação é atribuir valor aos bens intangíveis – ativos que não têm forma física (DAMODARAN, 2007), mas que fazem parte do valor de uma empresa. De acordo com Kayo (2002), os intangíveis dividem-se basicamente em ativos

humanos, ativos de inovação, ativos estruturais e ativos de relacionamentos. Destacam-se, entre alguns exemplos: patentes, conhecimento, marcas, canais de mercado.

Quanto à necessidade de avaliação dos intangíveis no âmbito de avaliação de empresas, não há relevante discórdia na literatura de Finanças. A falta de consenso está principalmente na seleção do método apropriado de apuração desse valor. A escolha do método de avaliação dos intangíveis encontra os seguintes problemas de acordo com a literatura:

- separação clara entre o valor dos intangíveis e outros ativos tangíveis;
- separação do valor entre os ativos intangíveis;
- estimação da taxa de desconto para cada ativo intangível.

Apesar desses problemas, as empresas são negociadas, inclusive, levando em conta seus ativos intangíveis. Um exemplo é a compra do site Youtube pela Google, no valor de US\$ 1,65 bilhão, em 2006 (Folha On-line, 09/10/2006). Certamente, o valor bilionário da negociação não esteve ligado aos ativos tangíveis do Youtube, mas à oportunidade de anúncios publicitários do espaço virtual acessado por milhões de pessoas.

Numa economia de mercado moderna e globalizada, o peso dos ativos intangíveis ganha cada vez mais importância. Segundo Kayo *et al* (2006), a importância dos intangíveis no valor de uma empresa pode variar, entre outros fatores, pelo ramo de atuação da empresa e ciclo de vida do produto. Por exemplo, a marca e a capacidade de inovação, que são ativos intangíveis, são relativamente mais importantes numa indústria de refrigerantes do que nas companhias de exportação de *commodities* agrícolas.

Embora possam existir diversos ativos intangíveis, a marca merece destaque especial. Segundo Damodaran (2007), ela é o ativo mais associado aos intangíveis. A explicação, segundo o autor, decorre do fato dela fazer parte do valor de muitas empresas de bens de consumo. Assim, equivocadamente, pode-se acreditar que o valor dos intangíveis é o próprio valor da marca.

Uma distinção que merece destaque é a definição de marca e sua respectiva avaliação. Segundo a American Marketing Association (KOTLER e KELLER, 2006), marca é definida como um símbolo capaz de identificar produto ou serviço de um fornecedor, diferenciando-os de seus outros concorrentes. Já a avaliação implica no cálculo do valor financeiro da marca (KOTLER e KELLER, 2006).

A avaliação de marcas é um tema bastante relevante nos meios acadêmico e executivo. Essa relevância é confirmada inclusive pela existência de consultorias especializadas como a Brand Finance e a InterBrand, cuja atividade principal é identificar e mensurar o valor de uma marca.

Apesar de tais empresas não mostrarem claramente seus métodos de avaliação – o que se justifica pelo fato de seus lucros originarem-se exatamente desse *know-how* –, sabe-se que encontram algum suporte na teoria, conforme será analisado durante a revisão bibliográfica deste artigo.

Outra atividade desempenhada pelas consultorias e diretamente relacionada ao processo de avaliação de marcas é a elaboração de *rankings* das marcas mais valiosas globalmente e por país de atuação.

As duas atividades abrem espaço para os seguintes questionamentos:

- i) Os métodos de avaliação de marcas encontrados na literatura e praticados pelas empresas apresentam respaldo teórico?
- ii) A divulgação do *ranking* das marcas mais valiosas pela consultoria Brand Finance tem alguma influência sobre o preço das ações?

Na primeira questão, a intenção não é julgar o trabalho das consultorias nem a teoria existente sobre o assunto. A idéia é analisar as falhas metodológicas no processo de apuração do valor, apontando a necessidade de pesquisas adicionais sobre o referido tema. Para isso, será realizada revisão bibliográfica sobre os principais métodos de avaliação de marcas.

O segundo questionamento será respondido por meio de um estudo de evento seguido de análise econométrica em painel (método POLS e FGLS). Neste caso, o objetivo é analisar se a divulgação do ranking da Brand Finance, o qual traz valores atualizados de marcas, afeta o preço das ações das companhias presentes neste ranking.

A contribuição deste artigo tem como intuito principal responder ao segundo questionamento. Apesar da importância do tema, são poucos os trabalhos empíricos sobre o assunto no Brasil. Além disso, um estudo de evento que relaciona à divulgação do *ranking* de avaliação de marcas com o possível impacto no preço das ações das empresas presentes nesse ranking é trabalho inédito no Brasil.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Basicamente, os métodos de avaliação de marcas dividem-se em três grandes linhas: avaliação por custos históricos, fluxo de caixa descontado e múltiplos (DAMODARAN, 2007). Outras obras (FERNÁNDEZ, 2001) analisam dez tipos de métodos. Eventualmente, a quantidade de métodos de avaliação de marcas entre diferentes trabalhos pode variar devido ao tipo de agrupamento ou classificação escolhida por cada autor.

Nesta reflexão, entende-se que existem diferentes abordagens dentro das três grandes linhas de avaliação. Vale salientar que as sugestões apontadas por esses métodos – e apresentadas a seguir – são utilizadas para fins gerenciais e de avaliação de marcas. Contudo, ainda não dispõem de reconhecimento contábil – capitalização da marca como ativo da empresa nas demonstrações financeiras tradicionais.

A Lei 11638/07, juntamente ao Comitê de Pronunciamentos Contábeis, abre espaço para o reconhecimento do intangível dentro dos balanços no Brasil, de acordo com alguns especialistas (VALOR, 2008). No entanto, essa inclusão está sujeita a restrições. Segundo a instrução CPC 04, o ativo intangível deve ser reconhecido apenas se gerar benefícios futuros e se seu custo puder ser mensurado com segurança.

Sob esse contexto, o reconhecimento do valor da marca no balanço patrimonial é tema complexo devido à dificuldade de isolar objetivamente o preço da marca dos demais ativos.

Apesar da limitação contábil, os métodos de avaliação de marcas estão presentes na literatura e nas consultorias especializadas, conforme será discutido a seguir.

### 2.1 Avaliação por Custos Históricos

Esse método mensura o valor da marca pelo custo de sua criação ou recriação (CRAVENS e GUILDING, 1999 e BARWISE *et al.* 1989). Nessa linha, o somatório de todos os desembolsos relativos à criação da marca seria o próprio valor da marca.

O primeiro problema presente na referida abordagem é o critério de rateio de custos. Apenas nesse quesito, surgem alguns questionamentos. Quais gastos de *marketing* considerar como despesas de marca? Qual é o critério para ratear uma despesa – que simultaneamente está ligada à criação ou à manutenção da marca – a outras despesas operacionais?

Um exemplo ilustra a questão. Suponha que, em determinado ano, uma operadora de telefonia móvel tenha investido R\$ 10 milhões em ativos imobilizados para melhorar o atendimento de telemarketing. Se, de fato, o investimento for bem-sucedido, é razoável supor que terá um efeito de valorização de marca na percepção do consumidor. Seria o caso de capitalizar totalmente ou parcialmente o gasto como ativo de marca?

Na verdade, não há respostas definitivas para essas questões, pois o rateio de despesas trará algum grau de subjetividade.

O rateio de despesas não é o maior problema desse tipo de avaliação. A grande deficiência dessa abordagem refere-se ao descompasso entre os gastos históricos incorridos para a criação da marca e o valor presente dos fluxos de caixa gerados por ela. Não necessariamente, empresas que gastaram mais em programas de *marketing* têm marcas mais fortes. Vincular o valor da marca ao que foi desembolsado para criá-la não serve como orientação para o futuro (SEETHARAMAN, NADZIR E GUNALAN, 2001). Além disso, não existe correlação entre custo histórico e valor da marca (BERTOLOTTI, 1995).

Apesar dos problemas mencionados na avaliação por custo histórico, Chauvin e Hirschey (1993) mostram que gastos em propaganda (*proxy* para marca) tem correlação positiva com o valor de mercado da empresa.

## 2.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

A intenção desse método é isolar o fluxo de caixa gerado pela marca do fluxo de caixa gerado pela empresa (DAMODARAN, 2007). Do ponto de vista teórico, esse método faz sentido. Por essa abordagem, o valor da marca corresponde aos fluxos de caixa futuros gerados por ela trazidos a valor presente dado determinado nível de risco.

O grande problema desse método é separar o fluxo de caixa gerado pela marca dos fluxos de caixa gerados por outros ativos (DAMODARAN, 2007). Para tanto, uma das formas apontadas na literatura fundamenta-se na premissa de que empresas com marcas valiosas podem cobrar preços superiores (preço *premium*) de seus produtos (FERNÁNDEZ, 2001).

O procedimento seria subtrair o fluxo de caixa de uma empresa com marca de outra concorrente sem marca. Para ocorrer essa comparação, seria necessária que a empresa sem marca apresentasse semelhanças quanto ao ponto de distribuição, escala de vendas, qualidades dos produtos, entre outros fatores. Assim, a diferença dos fluxos de caixa poderia ser atribuída exclusivamente à marca.

Nesse caso, a hipótese de similaridade é bastante forte, já que dificilmente observam-se duas companhias parecidas em todos os fatores citados.

A despeito das limitações, o método de fluxo descontado da marca é bastante aceito e utilizado para avaliar uma marca (NUNES e HAIGH, 2003).

### 2.2.1. Metodologia Interbrand

A metodologia da Interbrand, empresa global especializada em avaliação de marcas, também mensura o valor da marca pelo fluxo de caixa gerado por ela trazido a valor presente, por uma determinada taxa de desconto. Parte dessa metodologia foi analisada por Birkin (1993), que também era diretor da empresa na época da publicação de seu artigo. A metodologia da Interbrand procura isolar o fluxo de caixa gerado pela marca a partir de uma análise de força da marca, que será descrita a seguir. A explicação do método baseou-se em Kotler e Keller (2006) e Birkin (1993).

A força da marca estaria ligada a sete fatores. Cada item teria um peso (pontuação) máximo na força da marca, conforme indica a Figura 1.

**Figura 1 – Método Interbrand para cálculo da força da marca**

Atributo	Peso	Descrição da força do atributo
Liderança	25%	Liderança é traduzida como <i>market share</i> da marca. Marcas líderes resistem a concorrentes, influenciam preços e têm vantagens quanto à rede de distribuição.
Estabilidade	15%	A estabilidade da marca é definida conforme seu tempo de permanência no mercado de atuação e a fidelidade de seu consumidor.
Mercado	10%	O mercado em que a marca está inserida influencia no seu valor
Expansão geográfica	25%	Marcas mais fortes são aquelas que têm a capacidade de ultrapassar fronteiras geográficas e culturais
Tendência	10%	Capacidade de a marca manter-se atualizada perante seus consumidores.
Suporte	10%	Avaliações quantitativa e qualitativa dos investimentos direcionados para a marca.
Proteção	5%	Proteção jurídica ao detentor da marca.

**Nota.** Fonte: Quadro adaptado de Kotler e Keller (2006).

Segundo Kotler e Keller (2006), a InterBrand analisa esses sete fatores por meio de questionários específicos com gerentes e clientes; verifica relatórios anuais, além de fazer visitas a distribuidores e pontos de venda.

De acordo com essa metodologia, a força da marca seria a soma da nota obtida em cada atributo. Quanto maior a nota, mais forte a marca será.

Marcas mais fortes teriam uma fatia maior sobre o fluxo de caixa da empresa e produziriam taxas de desconto mais baixas. Segundo Birkin (1993), a marca ideal (pontuação igual a 1) apresentaria taxa de desconto igual à taxa livre de risco dos títulos de dívida norte-americana.

Neste contexto, cabem algumas observações. O método não é claro no isolamento do fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa dos outros ativos. Além disso, não é divulgado o cálculo de como ocorre a extrapolação entre a força da marca e seu valor. Apenas menciona-se que marcas mais fortes têm um peso mais elevado sobre os fluxos de caixa e produzem menores taxas de descontos.

Outro questionamento a ser feito vincula-se ao método de cálculo da taxa de desconto exclusiva da marca. Embora Birkin (1993) defenda que a taxa de desconto deva ser exclusiva da marca, em nenhum momento cita a metodologia desse cálculo. Além disso, a sugestão de que marcas ideais teriam taxa de desconto igual aos títulos de dívida dos EUA não faz muito sentido, por dois motivos. Primeiro, porque mesmo marcas muito fortes não estariam livre de risco. Segundo, os títulos de dívida dos EUA e marcas são ativos completamente diferentes, portanto, não comparáveis em termos de custo de oportunidade.

A tese de doutorado de Milone (2004), a qual sugere metodologia parecida da Interbrand – medir a força da marca para isolar o fluxo de caixa gerado por ela – sugere que o custo de capital da marca deveria ser o da empresa, pois reflete o risco global de suas atividades.

Nesse ponto, é preciso concordar com Birkin (1993): a taxa de desconto deve ser da marca e não da empresa, para refletir exclusivamente o risco do ativo. De outro modo, deve haver coerência entre o fluxo de caixa do ativo e a taxa de desconto utilizada (MARTELANC *et al*, 2002). A metodologia Interbrand apresentada por Birkin (1993) tem suporte teórico, na medida em que tenta medir o fluxo de caixa e a taxa de desconto exclusivamente gerado pela marca. No entanto, consta que o suporte teórico é parcial, uma vez que o problema principal nesse tipo de avaliação – isolar o fluxo de caixa gerado pela marca – não está claro nessa abordagem.

### 2.2.2 Metodologia Brand Finance

Assim como a Interbrand, a Brand Finance é uma consultoria especializada em avaliação de marcas. A análise desta metodologia respalda-se em material obtido junto à Brand Finance – Revista The Brander (2009) – e entrevista com o presidente da instituição no Brasil

A avaliação utilizada pela Brand Finance divide-se em duas abordagens: Valor Adicionado da Marca e Royalty Relief. A primeira procura identificar os direcionadores de valor da marca de um setor, por meio de pesquisas qualitativa e quantitativa junto aos consumidores. Estes dariam notas para os direcionadores de valor da marca numa escala predefinida de pontuação. Pontuações mais elevadas significam marcas mais fortes. Por intermédio de um modelo não divulgado, a força da marca seria transformada em um fator de ponderação utilizado no fluxo de caixa e no beta da empresa. As Marcas mais fortes teriam maiores fluxos de caixa e taxas mais baixas de desconto.

A taxa de desconto, segundo essa metodologia, seria calculada pelo Capital Asset Pricing Model adaptado (THE BRANDER, 2009), levando-se em conta o risco da marca. A mecânica desse CAPM adaptado é o ajuste do beta tradicional da empresa pelo risco da marca. Os fluxos de caixa de marcas mais fortes estariam associados a taxas de descontos menores.

O método do valor econômico adicionado tem coerência teórica, na medida em que se buscam os fundamentos intrínsecos da força da marca e leva-se em conta o risco exclusivo da marca no custo de capital. No entanto, o método também não resolve o problema de simultaneidade e sinergia entre as variáveis na separação do fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa.

A segunda metodologia proposta é do *royalty relief*, a qual busca a taxa de *royalties* usada por empresas para licenciar uma marca. Essa taxa seria aplicada na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) sobre a receita total, para encontrar o lucro do *royalty*. Por exemplo, se a receita for 100 e o *royalty* de 10%, o lucro do *royalty* será de 10. A partir desse lucro,

realizam-se todas as adaptações para se chegar ao fluxo de caixa da marca. Este seria projetado e trazido a valor presente pela taxa de desconto calculada por CAPM adaptado.

O método do *royalty relief* parece ser o mais factível, porque parte de uma taxa real praticada em contrato. No entanto, vale destacar que essa taxa pode não necessariamente refletir o valor da marca.

### 2.3 Múltiplos

Segundo Damodaran (2007), esse método procura avaliar companhias por múltiplos de mercado (valor de mercado da empresa sobre receita) pela comparação de empresas com e sem marca. Evidentemente que aquelas com marcas mais fortes apresentarão múltiplos maiores. O maior problema dessa abordagem é encontrar marcas e empresas comparáveis.

Na ausência de marcas comparáveis, outra abordagem sugerida por Damodaran (2007) é o modelo de regressão com utilização de variável *dummy* de marca (valor 1 para empresa com marca forte e 0 para marca fraca).

A escolha da *dummy* é totalmente subjetiva. Não existe um método objetivo que estabeleça uma fronteira entre marcas forte e fraca. Além disso, não faz sentido tratá-las como variável binária – ou a empresa tem marca ou não tem. Isso seria um contrassenso, uma vez que a própria teoria de avaliação de marcas supõe que cada marca tenha um valor.

Além disso, ao tratar a marca como variável *dummy* supõe-se que não há diferenças entre elas. Se isso fosse verdade, Nestlé e Sistema Brasileiro de Televisão (SBT) - ambas possuidoras de marca de acordo com o *ranking* da Brand Finance de 2009 – teriam o mesmo peso sobre o valor de mercado de suas empresas.

No que se refere aos métodos de avaliação de marcas das empresas, não há clareza sobre como se extrapola a força da marca para seu valor. Além disso, nenhum método de mensuração de força da marca é capaz de isolar o efeito de outras variáveis, como ganho de escala, por exemplo.

Em suma, os métodos de avaliação de marcas têm suas vantagens e suas desvantagens, de acordo com as circunstâncias. A Figura 2 resume os pontos fortes e fracos discutidos anteriormente

**Figura 2 – Quadro comparativo: métodos de avaliação de marca**

Métodos	Pontos fortes	Pontos fracos
FCD	Busca pelo valor intrínseco da marca	Cálculo da taxa de desconto da marca e separação dos fluxos
Custo histórico	Objetividade e quantificação	Não reflete criação de valor
Múltiplos	Objetividade	Falta de bases comparáveis, mercado ativo

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores, 2011.

### 3. METODOLOGIA

O presente estudo de evento testa se a divulgação do *ranking* do valor de marcas da Brand Finance afeta o preço das ações presentes simultaneamente no *ranking* da Brand Finance e na Bovespa. Em tese, a divulgação anual dessa lista permite que o investidor acompanhe a evolução do valor de marca de determinada companhia. Assim, tal classificação pode trazer surpresas positivas ou negativas.

A surpresa positiva informa que a variação do valor de marca – de um ano para o outro – ficou acima das expectativas do mercado. A surpresa negativa observa que essa variação ficou abaixo das expectativas do mercado.

O estudo de evento neste campo deve testar uma variação inesperada da marca (valor de marca divulgado – valor de marca esperado) contra o preço da ação.

#### 3.1. Descrição dos dados do estudo de evento

Primeiramente, testou-se estatisticamente a correlação entre os valores da marca e valor da empresa. A idéia desse teste foi dar embasamento empírico para o estudo de evento. Em outras palavras, se não ocorresse correlação entre as variáveis, não faria sentido realizar um estudo de evento sobre a questão.

Os dados de valor de marca foram obtidos junto à consultoria Brand Finance para os anos 2006, 2007 e 2008. Só foram consideradas, para este estudo, marcas de empresas de capital aberto no Brasil. O valor da marca tem data-base em 31/12/2006, 31/12/2007 e 31/12/2008. Para as mesmas datas, obtiveram-se, na Economática, dados do valor das empresas presentes no *ranking* da Brand Finance, em 2006, 2007 e 2008. Os dados e o setor de atuação podem ser visualizados na Tabela 3. A partir desses dados, foi calculada a variação nos valores da marca e da empresa de 31/12/2008 em relação à 31/12/2006. Mediante uma série de variação de marca e outra de variação de valor da empresa, foi calculado o coeficiente de correlação, levando-se em conta seu nível de significância estatística.

**Tabela 1 – Valor de marca x Valor da empresa, em milhões**

Empresa/ Marca	Setor	Valor da marca 31/12/2007	Valor da marca 31/12/2008	Valor da empresa 2007	Valor da empresa 2008	Variação do valor da marca	Variação do valor da empresa
Ambev	Bebidas	6.023.000	6.398.000	63.334.183	56.506.644	6,2%	-10,8%
Aracruz Celulose Papel	E Papel e Celulose	356.000	508.000	13.483.667	3.287.477	42,7%	-75,6%
Banco Brasil	Do Serviços financeiros	5.888.000	7.415.000	52.820.251	37.684.090	25,9%	-28,7%
Banco Itau	Serviços financeiros	5.340.000	11.814.000	36.977.854	35.875.431	121,2%	-3,0%
Bradesco	Serviços financeiros	6.493.000	16.265.000	84.801.127	65.354.163	150,5%	-22,9%
Brasil Telecom	Telecomunicação	1.763.000	2.452.000	10.210.821	17.916.017	39,1%	75,5%
Braskem	Química	709.000	1.461.000	5.088.927	2.820.662	106,1%	-44,6%
Cemig	Elétrica/Energia	668.000	1.195.000	16.039.917	14.303.025	78,9%	-10,8%
Cia Vale	Do Mineração	1.264.000	4.086.000	144.843.532	136.641.588	223,3%	-5,7%

Rio Doce							
Copel	Elétrica/ Energia	330.000	544.000	6.332.797	6.277.667	64,8%	-0,9%
Cpfl	Elétrica/Energia	532.000	923.000	14.392.710	14.469.317	73,5%	0,5%
Csn	Siderurgia	254.000	591.000	16.603.139	22.001.430	132,7%	32,5%
Eletrobrás	Elétrica/Energia	1.332.000	2.014.000	28.495.223	28.927.983	51,2%	1,5%
Eletropaulo	Elétrica/Energia	495.000	421.000	4.556.265	3.981.160	-14,9%	-12,6%
Embraer	Construção de aviões	858.000	1.125.000	16.314.881	6.375.489	31,1%	-60,9%
Embratel	Telecomunicação	1.431.000	1.875.000	6.970.749	8.413.165	31,0%	20,7%
Gerdau	Aço/ Ferro/ Alumínio e Afins	1.231.000	1.830.000	22.256.684	19.901.732	48,7%	-10,6%
Gol Linhas Aéreas	Aviação comercial	972.000	906.000	12.447.309	1.989.205	-6,8%	-84,0%
Grendene	Calçados	375.000	519.000	2.295.000	1.270.000	38,4%	-44,7%
Lojas Americanas	Lojas departamento	754.000	2.152.000	8.411.199	4.306.072	185,4%	-48,8%
Lojas Renner	Lojas departamento	338.000	589.000	3.732.567	1.905.409	74,3%	-49,0%
Natura	Cosméticos	1.501.000	1.803.000	12.889.547	8.147.925	20,1%	-36,8%
Net	TV a Cabo	725.000	1.426.000	7.065.525	4.501.841	96,7%	-36,3%
Pão de Açúcar	Supermercado	2.889.000	4.008.000	8.630.615	7.292.719	38,7%	-15,5%
Petrobras	Petróleo & Distribuição Combustível	8.437.000	5.904.000	228.397.326	223.990.959	-30,0%	-1,9%
Sadia	Alimentos	2.786.000	2.164.000	4.850.905	2.674.946	-22,3%	-44,9%
São Paulo Alpargatas	Calçados	567.000	578.000	2.292.655	737.234	1,9%	-67,8%
Tam	Aviação comercial	1.546.000	1.393.000	9.742.778	2.866.993	-9,9%	-70,6%
Telemar	Telecomunicação	1.908.000	5.474.000	14.946.671	13.141.270	186,9%	-12,1%
Tim	Telecomunicação	434.000	2.016.000	21.403.961	8.479.058	364,5%	-60,4%
Unibanco	Serviços financeiros	1.712.000	2.397.000	32.766.860	36.087.526	40,0%	10,1%
Usiminas	Siderurgia	238.000	493.000	19.089.758	12.921.845	107,1%	-32,3%
Vivo	Telecomunicação	2.250.000	5.934.000	15.693.420	10.222.199	163,7%	-34,9%

Nota. Fonte: Economática e Brand Finance, 2009. Dados em milhões de Reais (R\$)

O cálculo do coeficiente de correlação entre a variação do valor da marca e valor da empresa foi de 0,2889, estatisticamente, significativo em 1%. Esse resultado mostra uma correlação entre variação de valor da companhia e da marca.

Dada essa correlação, testou-se um possível impacto na divulgação do *ranking* de marcas da consultoria Brand Finance sobre o valor da ação das empresas participantes do *ranking*. Para tanto, foi desenvolvido um estudo de evento, o qual será detalhado a seguir.

Na construção do estudo de evento, foram consideradas apenas as empresas presentes simultaneamente no *ranking* da Brand Finance em 2009 e na Bovespa.

As variáveis utilizadas no estudo de evento foram valor de mercado das empresas (quantidade de ações multiplicada pelo preço da ação), ativo total, ativo intangível (calculado pela diferença entre valor de mercado e ativo total), valor de marca das empresas do *ranking* da Brand Finance e preço das ações ordinárias das empresas presentes no *ranking*. Além dessas variáveis, foram utilizadas o retorno do Ibovespa como *proxy* do retorno de mercado, o coeficiente beta e o CDI como *proxy* do retorno de um ativo livre de risco. O retorno do Ibovespa foi considerado como uma *proxy* do retorno de mercado.

Essas variáveis foram incluídas para o cálculo do retorno esperado da ação pelo modelo CAPM.

A data-base de análise (data zero) do estudo de evento foi 07/04/2009 – dia em que o *ranking* de avaliação de marcas foi divulgado na imprensa (Folha Online, 2009). Para evitar qualquer tipo de “vazamento” de informação – mercado ter acesso ao *ranking* antes da divulgação oficial para a imprensa -, a data do estudo de evento foi definida para os dias 02/04/2009, 03/04/2009, 06/04/2009 e 07/04/2009. Analisou-se também o comportamento dos preços das ações para 08/04/2009 e 09/04/2009, visando verificar se a divulgação do *ranking* alterou os valores de mercado das empresas após a divulgação.

### 3.2 Resultados do estudo de evento

O estudo de evento é uma metodologia que procura captar alterações significativas no comportamento do mercado financeiro, dado um evento específico. Ele é utilizado para testar a hipótese nula ( $H_0$ ) de que o mercado é eficiente quando incorpora as informações públicas ao preço das ações (BINDER, 1998).

Neste trabalho, o estudo de evento será utilizado com a finalidade de avaliar o impacto da divulgação do *ranking* de avaliação de marca nos preços das ações.

Se o mercado for eficiente na sua forma semiforte (informações públicas e passadas já estão precificadas), a divulgação do *ranking* não deve alterar significativamente o preço das ações.

Já se o mercado for ineficiente na sua forma semiforte (hipótese alternativa), a divulgação do *ranking* de marcas traz uma nova informação para o mercado que não estava no preço da ação. Formalizando, tem-se:

$H_0$ : Retorno esperado da ação  $i_t$  – retorno efetivo  $i_t = 0$

$H_1$ : Retorno esperado da ação  $i_t$  – retorno efetivo  $i_t \neq 0$

Se o retorno esperado for igual a zero, não se pode rejeitar  $H_0$ . Assim, o mercado é eficiente na sua forma semiforte – divulgação de uma informação pública e nova (*ranking* de marcas) – não acarretando alterações nos preços das ações.

Em contrapartida, se o retorno esperado for diferente de zero, o mercado é ineficiente na sua forma semiforte – divulgação de uma informação pública e nova (*ranking* de marcas) – traz alterações nos das ações.

O retorno efetivo de cada ação foi obtido pela variação diária do preço da ação em relação ao dia anterior. O retorno esperado de cada ação foi calculado, utilizando-se o modelo CAPM.

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Em que:

$R_e$  = retorno esperado

$R_f$  = retorno do ativo livre de risco (variação diária do CDI)

$\beta$  = beta da ação, o qual mede o risco sistemático. Calculado para um período de 60 meses anteriores à data de 07/04/2009.

$R_m$  = retorno de mercado (variação diária do Ibovespa)

Dessa forma, o retorno anormal da ação foi obtido pela diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado. Matematicamente:

Retorno anormal = Retorno Efetivo - Retorno esperado

Após o cálculo do retorno anormal para cada empresa, obteve-se o retorno acumulado da amostra (multiplicação do retorno de cada empresa). Para verificar se houve retorno anormal na amostra, transformou-se o retorno acumulado da amostra ( $x$ ) numa normal-padrão ( $z = \frac{x - \mu}{\sigma}$ ), na qual,  $\mu$  é zero (hipótese necessária para testar eficiência de mercado) e  $\sigma$  é o desvio padrão do retorno acumulado. A idéia foi verificar se o retorno anormal era estatisticamente diferente de zero. O cálculo mostrou que o retorno foi estatisticamente diferente de zero ao nível de 1% de significância (estatística  $Z = -10,63$ ). Dessa forma, rejeitou-se  $H_0$  com 1% de probabilidade de se cometer um erro do tipo I (rejeitar  $H_0$  quando ela for verdadeira).

### 3.3 Análise econométrica

Dada a ocorrência de retorno anormal das ações presentes no ranking, utilizou-se análise econométrica de painel para analisar se o retorno anormal foi influenciado pela variação inesperada da marca na divulgação do ranking da Brand Finance.

O cálculo da variação inesperada da marca foi obtido pela diferença entre o valor de marca divulgado e o valor de marca esperado. O valor de marca esperado foi calculado como a proporção do valor de marca do ano de 2008 em relação ao valor total dos intangíveis. Essa proporção foi utilizada para estimar o valor de marca esperado para 2009. As equações na figura 3 mostram a mecânica desse cálculo.

**Figura 3 – equações**

<p>Valor de mercado<sub><i>i,t</i></sub> - Ativo total<sub><i>i,t</i></sub> = Ativo Intangível<sub><i>i,t</i></sub></p> <p>Coefficiente de valor de marca = <math>\frac{\text{Valor de marca}_{i,t}}{\text{Ativos Intangíveis}_{i,t}}</math></p> <p>Valor de marca esperado<sub><i>i,t+1</i></sub> = Coeficiente de valor da marca × Ativo Intangível<sub><i>t+1</i></sub></p> <p><math>\Delta</math> Valor inesperado da marca<sub><i>i,t+1</i></sub> = <math>\frac{\text{Valor de marca esperado}_{i,t+1} - \text{Valor efetivo da marca}_{i,t+1}}{\text{Valor esperado da marca}_{i,t+1}}</math></p>
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**Nota.** Valor efetivo da marca  $i_{t+1}$  = valor divulgado pela consultoria Brand Finance em 2009

Mediante a variação inesperada da marca ( $\Delta$  valor inesperado da marca  $i_{t+1}$ ), regressiu-se o retorno anormal contra o retorno efetivo, objetivando verificar se a variação inesperada da marca teve impacto no retorno anormal da ação para os dias analisados. Nessa regressão, com dados em painel, utilizou-se o método de POLS (*Pooled OLS*) e FGLS (*Feasible Generalized Least Squares*) na estimação. Adicionalmente, utilizou-se a matriz de White para corrigir possíveis problemas de heterocedasticidade. As estimativas foram obtidas com auxílio do *software Stata9*. Também foram testados os retornos para o dia da divulgação e os retornos acumulados anormais para três dias anteriores e dois dias posteriores à divulgação.

A Tabela 2 mostra as variáveis dependente (retorno anormal) e independente (variação inesperada da marca).

**Tabela 2 – Variação inesperada da marca x Retorno anormal da ação**

<b>Empresas</b>	<b>Variação inesperada da marca</b>	<b>Retorno acumulado em t-3</b>	<b>Retorno acumulado em t-2</b>	<b>Retorno acumulado em t-1</b>	<b>Retorno acumulado em t0</b>	<b>retorno acumulado em t1</b>	<b>Retorno acumulado em t2</b>
Ambev	1.0	0.04847291	-0.05237	-0.07167	-0.04459	-0.00457	0.025894
Aracruz	-1.4	0.00795581	0.002507	0.006638	-0.00065	-0.00069	-0.01086
Banco do Brasil	-0.4	0.01859241	0.034592	0.001764	0.001977	-0.08787	-0.14165
Banco Itaú	-0.2	0.0314537	0.033602	0.029864	0.00574	-0.01091	-0.0087
Bradesco	0.3	0.01212811	0.021268	0.021336	0.010362	0.009298	0.0228
Brasil Telecom	-11.4	-	-	-	-0.0286	-0.00065	-0.00713
Braskem	-0.3	0.24786983	-0.48048	-0.14732	-	-0.97462	0.12823
Cemig	-0.3	0.01040023	-0.0071	-0.03307	-0.00948	-0.00439	0.02455
Cia Vale do Rio Doce	-3.3	0.02367299	-0.03856	-0.03223	-0.01238	-0.01401	0.013249
Copel	-0.4	0.04521435	0.015046	0.002847	-	0.016656	-0.02343
CPFL	-1.3	0.01785979	0.027779	-0.00132	0	0.008318	0.001394
CSN	-2.5	0.02512709	-0.01316	-0.00198	-0.00059	-0.01514	-0.01517
Eletrobras	-0.2	0.00510616	-0.00072	-0.00432	-0.00609	0.013022	-0.02273
Eletropaulo	-1.0	0.00392715	0.01666	0.009993	0.00566	0.006442	-0.02103
Embraer	-1.0	0.01017616	-0.02287	-0.0336	-0.03969	-0.01417	0.057008
Embratel	0.2	-	0.103351	0.078839	-0.0047	-0.00518	-0.01239
Gerdau	-0.8	0.00751126	-0.00784	-0.0249	-0.01336	-0.02482	-0.0156
Gol Linhas Aéreas	-1.3	0.05870605	0.080256	0.064355	0.040513	0.016351	-0.01587
Grendene	-3.0	0.03253278	0.020144	0.025707	0.009235	0.048077	0.059675
Lojas Americanas	-3.9	0.01616804	-0.0399	-0.03225	-0.02087	0.084482	0.12172
Lojas Renner	7.0	0.07610966	0.019587	0.03354	0.0125	0.056591	0.062497
Natura	-0.1	0.05106635	-0.01956	0.001464	0.010492	0.04038	0.02373
Net	-3.0	0.03378256	-0.05228	-0.02942	-0.01039	-0.02875	-0.01924
Pão de Açúcar	-0.3	0.03084514	-0.01786	-0.00641	-0.00947	0.042025	0.01241
Petrobras	-3.8	0.01688477	-0.01992	-0.00621	-0.00061	-0.0127	-0.00144
Sadia	-0.9	0.07621127	-0.06808	-0.03262	-0.02698	0.029749	0.038253
São Paulo Alpargatas	-2.0	-	-	-0.01542	-0.01536	-0.01516	0.005258
Tam	-1.0	0.04922439	0.06602	0.083203	0.061936	0.087543	0.111225
Telemar	-0.5	-0.0102298	0.025396	-0.00676	0.015363	-0.00932	-0.0454
Tim	-1.2	0.05969274	0.068457	0.081485	0.054673	0.039573	0.020409
Usiminas	-1.3	0.01671014	-0.0466	-0.03832	-0.01498	-0.01677	-0.02847
Vivo	-0.8	0.09063583	0.062521	0.070412	0.054107	0.020096	0.019673

**Nota.** Fonte: Elaborado pelos autores, 2011. Os espaços em branco representam ausência de negociação da ação no dia. Nesses casos, o software *Stata* descarta automaticamente as observações, não comprometendo os resultados.

A tabela 3 mostra os resultados das regressões por POLS e FGLS entre a variação inesperada da marca (variável independente) e retorno anormal (variável dependente) acumulado para o dia da divulgação do *ranking* da Brand Finance (data t0), dias anteriores à divulgação (datas t-3, t-2 e t-1) e os dias posteriores à divulgação (data t+1 e data t+2).

**Tabela 3 – Resultados econométricos em painel**

Variáveis	POLS	FGLS
	Retorno acumulado (variável dependente)	Retorno acumulado (variável dependente)
<b>Variação inesperada da marca</b>	0.001 [0.21] (0.004)	0.001 [0.43] (0.002)
<b>Constante</b>	-0.004 [-0.31] (0.013)	-0.002 [-035] (0.007)
<b>R<sup>2</sup></b>	0,00%	0,00%
<b>Observações</b>	182	182

**Nota.** Fonte: Elaborado pelos autores, 2011. Estatística t entre colchete; Erro-padrão entre parênteses

Constata-se que tanto a estimação por POLS como por FGLS a variável independente (variação inesperada da marca) não foi significativa para explicar a oscilação do valor inesperado da ação (retorno anormal). Entende-se, portanto, que o *ranking* de divulgação da Brand Finance, com as informações contidas nele, não afeta o preço da ação.

#### 4. CONCLUSÃO

Inicialmente, este trabalho analisou a literatura de avaliação de marcas, apontando os pontos fortes e os pontos fracos dos modelos de avaliação. As principais críticas aos modelos teóricos de avaliação de marcas são: i) determinação da taxa de desconto; ii) separação do fluxo de caixa exclusivo da marca do fluxo de caixa da empresa.

Os modelos utilizados pelas consultorias encontram suporte na teoria, mas não são claros quanto ao cálculo da taxa de desconto da marca e à transformação da sua respectiva força em valor financeiro correspondente.

A parte empírica deste trabalho trouxe um estudo de evento inédito entre a divulgação do *ranking* do valor de marcas da Brand Finance e preço das ações das empresas presentes nesse ranking. Constatou-se a ocorrência, em média, de retorno anormal das ações das empresas presentes neste ranking. No entanto, pela análise econométrica em painel (método POLS e FGLS) evidenciou-se que a variação inesperada da marca não afetou o preço das ações das empresas presentes na lista da Brand Finance.

Dessa forma, mostrou-se que a divulgação do *ranking* de valores de marca não gerou impacto sobre o valor de mercado das ações.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARWISE, P. et al. **Accounting for brands**. London: London Business School and The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1989.

BANCOS lideram ranking das marcas mais valiosas do Brasil. **Folha Online**, São Paulo, 07 abr.2009. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u547453.shtml>>. Acesso em: 04 setembro 2009.

BERTOLLOTTI, N. *Valuing intellectual property*. **Managing Intellectual Property**. London: n. 46, p. 28-32, Feb. 1995.

BINDER, J. J. *The Event Study Methodology Since 1969*. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. Boston: v. 11, n. 2, p. 111-137, Sept. 1998.

BIRKIN, M. J. *Placing value upon trade marks and brand names*. **Managing Intellectual Property**. London: n. 31, p. 25-31, July/Aug. 1993.

BRASIL. **Lei 11.638**, de 28 de dezembro de 2007.

CHAUVIN, K.W; HIRSCHEY, M. *Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm*. **Financial Management**. [Tampa]: vol 22, No 4, p. 128-140, winter 1993.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC-04: ativo intangível**. Brasília: CPC, 2008.

CRAVENS, K. S.; GUILDING, C. *Brand value accounting: an international comparison of perceived managerial implications*. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**. [S.I.], v. 10, n. 2, p. 197-221, 2001.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.

FERNÁNDEZ; P. **Valuation of brands and intellectual capital**. Madrid: IESE Business School, Working Paper, Navarra, 2001.

GOOGLE anuncia compra do YouTube por US\$ 1,65 bilhão. **Folha Online**, São Paulo, 09 out. 2006. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/informatica/ult124u20725.shtml>>. Acesso em: 25 outubro 2009.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangíveis e intangível intensivas: uma contribuição ao estudo de valoração de empresas**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

KAYO, E. K. et.al. Ativos Intangíveis, Ciclo de Vida e Criação de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**. [Curitiba], v. 10, n. 3, p. 73-90, jul./set. 2006.

KOTLER, P.; KELLER, K. L. **Administração de Marketing**. 12 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

MARTELANC, R.; TRIZI, J.; PACHECO, A.; PASIN, R. **Utilização de metodologias de avaliação de empresas**: resultados de uma pesquisa no Brasil. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002.

MILONE, M. C. de M. **Cálculo do valor de ativos intangíveis**: uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

NUNES, G.; HAIGH, D. **Marca**: valor do intangível, medindo e gerenciando seu valor econômico. São Paulo: Ed. Atlas, 2003.

REGISTRO de marca no balanço só vale em caso de aquisição. **Valor Econômico**, São Paulo, 03 jul. 2008. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/5018790/registro-de-marca-no-balanco-so-vale-em-caso-de-aquisicao>>. Acesso em: 20 outubro 2009.

THE BRANDER. São Paulo: Superbrands, n. 3, 2. sem. 2009.

SEETHARAMAN, A.; NADZIR, Z. A. B. M.; GUNALAN, S. *A conceptual study on brand valuation*. **The Journal of Product and Brand Management**. Santa Barbara: v. 10, n. 4, p. 243-256, 2001.